

PENGARUH KEBIJAKAN PENDANAAN, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN PROFITABILITAS TERHADAP INVESTMENT OPPORTUNITY SET MANUFAKTUR PUBLIK

Zahrotus Syarifah¹
Zuhrotun²

Abstract

The objective this research is to examine financing policy, dividend policy and profitability of the firm association investment opportunity set. The sample of this study consist of 44 firm in Jakarta Stock Exchange period 2003-2007. Common factor analysis is conducted to construct composite measure then ranked to classify the growth of sampling firm. To examine the impact of the financing policy, dividend policy and profitability to the investment opportunity set of the high and low growth firm is used logit regression analysis. The result indicates that Book Value of Debt to Equity, Market Value of Debt to Equity, Dividen Payout, Dividend Yield and Profitability is significantly together to Investment Opportunity Set. The impact between financing policy, proxied by Book Value of Debt to Equity, Market Value of debt to Equity to investment opportunity set is significantly. The impact between dividend policy proxied by dividend payout and dividend yield to investment opportunity set is significantly. The impact of profitability, proxied by return on asset to investment opportunity set is not significantly.

Keyword : Financing, dividend, profitability, investment opportunity set

PENDAHULUAN

Penilaian suatu perusahaan sekarang ini beragam tidak hanya terfokus pada laporan keuangan saja tetapi ada pula yang memandang nilai suatu perusahaan juga tercermin dari nilai investasi yang akan dikeluarkan di masa datang. Nilai perusahaan digambarkan sebagai sebuah kombinasi aset dengan pilihan investasi di masa datang (Myers 1977 dalam Hartati, 2006). Pilihan investasi di masa datang ini dikenal dengan istilah *Investment Opportunity Set (IOS)*. Proksi IOS dapat digunakan dalam menilai apakah perusahaan itu termasuk perusahaan yang bertumbuh atau tidak bertumbuh.

Gaver dan Gaver (1993) dalam Hartati (2006) menyatakan set kesempatan investasi secara melekat tidak dapat diamati (*inherently unobservable*) dan cenderung tidak sempurna bila diukur dengan menggunakan proksi tunggal saja, maka Kallapur dan Trombley (2001) dalam Rahmawati (2006) menjelaskan bahwa dalam mengukur set kesempatan investasi harus digunakan banyak pendekatan agar dapat dilihat hubungannya dengan variabel-variabel lain yang sifatnya *observable*. Berbagai penelitian mengukur set kesempatan investasi untuk menentukan klasifikasi perusahaan apakah termasuk perusahaan bertumbuh (*growth firm*) atau perusahaan tidak bertumbuh (*nongrowth firm*).

Penelitian ini berusaha mengembangkan penelitian yang telah dilakukan oleh Hanintyanor (2006) yang meneliti tentang Asosiasi Investment Opportunity Set terhadap Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan, dan Dividen. Proksi Set Kesempatan Investasi

¹ Alumni Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta

² Dosen Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta,
email: yodaud@yahoo.co.id

diukur dengan menggunakan lima variabel yaitu variabel MVA/BVA, MVE/BE DAN CAP/BVA, PPE/BVA dan P/E. Dalam penelitian tersebut variabel MVA/BVA, MVE/BE DAN CAP/BVA memiliki arah korelasi yang konsisten dan signifikan terhadap tingkat pertumbuhan aktiva dan ekuitas yang merupakan proksi dari realisasi pertumbuhan perusahaan. Sedangkan variabel PPE/BVA dan P/E menunjukkan arah korelasi yang tidak konsisten dengan pertumbuhan perusahaan. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Hanintyanor adalah peneliti menambahkan rasio profitabilitas berupa Return on Asset (ROA). Penambahan variabel profitabilitas dengan pertimbangan Profitabilitas menunjukkan bahwa perusahaan memiliki atau mendapatkan laba (*profit*) yang besar akan memiliki kesempatan yang baik untuk bersaing dengan industri sejenis maupun berbeda (Pagalung, 2002).

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* secara simultan berpengaruh terhadap Investment Opportunity Set (IOS)?
2. Apakah *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* secara parsial berpengaruh terhadap Investment Opportunity Set (IOS)?

Untuk memfokuskan penelitian ini maka perlu pembatasan masalah agar hasil yang diperoleh dapat maksimal.

1. Perusahaan yang menjadi sampel hanya perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur.
2. Periode pengamatan selama lima tahun, dari tahun 2003 sampai dengan 2007.
3. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Investment Opportunity Set*, *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset*.

Sesuai dengan perumusan masalah diatas, maka tujuan yang ingin dicapai adalah :

- 1) Untuk menguji secara empiris mengenai pengaruh *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* secara simultan terhadap Investment Opportunity Set (IOS).
- 2) Untuk menguji secara empiris mengenai pengaruh *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* secara parsial terhadap Investment Opportunity Set (IOS).

Investment Opportunity Set (IOS)

Investment Opportunity Set merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan pertumbuhan/*growth option* pada masa yang akan datang (Myers, 1977 dalam Subekti dan Kusuma, 2001). IOS adalah tersedianya alternatif investasi di masa datang bagi perusahaan (Hartono, 1999 dalam Fijrianti dan Hartono, 2002). IOS merupakan nilai sekarang dan pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang (Myers 1977, dalam Fijrianti dan Hartono, 2002).

Nilai perusahaan ditentukan oleh persepsi investor tentang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dalam jangka panjang. Pendekatan arus kas disukai oleh investor dalam menilai perusahaan, sehingga fokus manajer terhadap aliran kas bebas dapat menaikkan harga saham perusahaan (Martin dan Petty, 2000). Penggunaan aliran kas bebas (*free cash flow*) untuk menaikkan payout kepada pemegang saham akan menaikkan harga saham, sementara jika aliran kas bebas digunakan untuk investasi yang tidak menguntungkan maka akan menurunkan nilai perusahaan (Voght dan Vu, 2000). *Free cash flow* menggambarkan tingkat fleksibilitas perusahaan atau kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value positif* dilakukan.

IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran (expenditure) yang ditetapkan oleh manajemen di masa mendatang, yang merupakan pilihan-pilihan investasi saat ini dan diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar (Gaver dan Gaver, 1993 dalam Fijrianti dan Hartono, 2002). Opsi investasi masa depan tersebut tidak hanya ditunjukkan

Jaggi dan Gul (1999) dalam Seril (2006) menunjukkan terdapat hubungan yang positif signifikan antara aliran kas bebas dan kebijakan utang perusahaan untuk perusahaan yang memiliki IOS yang rendah dan hubungan yang positif antara kebijakan utang, aliran kas bebas yang tinggi untuk perusahaan yang memiliki IOS yang rendah, lebih jelas pada perusahaan yang *size* nya besar.

Jones dan Sharma (2001) dalam Fijrianti dan Hartono (2002) mendukung hasil penelitian yang dilakukan Gaver dan Gaver (1993) yaitu hubungan antara set kesempatan investasi dan *debt equity ratio* dan *dividend yield* adalah negatif yang berarti perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang tinggi akan memiliki *debt equity ratio* dan *dividend yield* yang rendah dengan menggunakan sampel perusahaan Australia.

Gul (1999) dalam Seril (2006) menunjukkan bahwa set kesempatan investasi berhubungan negatif dengan utang dan dividen, yaitu perusahaan dengan IOS tinggi akan membayar dividen lebih sedikit dan memiliki tingkat utang yang lebih rendah. Size berhubungan positif dengan utang sedangkan profitabilitas dengan utang berhubungan negatif. Hubungan antara dividen dan size negatif. Hal ini bertentangan dengan penelitian Gaver dan Gaver (1993) sedangkan dividen dan profitabilitas berhubungan positif.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (*profit*). Laba perusahaan tersebut dapat ditahan (sebagai laba ditahan) dan dapat dibagikan (sebagai dividen). Prosentase laba yang akan dibagikan sebagai dividen disebut sebagai *dividend payout ratio* (DPR). Besar kecilnya laba yang diperoleh akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin tinggi pula *dividend payout rationya*. Pendapat ini mengacu pada penelitian yang telah dilakukan Miller dan Modigliani (1961)

Pada penelitian yang dilakukan oleh Khoirul (2004) dalam Setiari (2006) tentang adanya hubungan antara IOS dengan kebijakan pendanaan yang diproksi dengan menggunakan utang berdasarkan nilai buku dan utang berdasarkan nilai pasar. Hasil penelitiannya menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara peningkatan IOS dengan penurunan *book value of debt to equity* dan menunjukkan hubungan yang negatif antara peningkatan IOS dengan penurunan *market value of debt to equity*. Hal ini dapat dinyatakan bahwa semakin rendah tingkat utang baik diproksi dengan menggunakan nilai buku maupun nilai pasar maka akan semakin tinggi tingkat investasinya. Oleh sebab itu perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri atau ekuitas daripada utang. Hal ini disebabkan jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan utang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal/*underinvestment* karena para kreditur akan memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut (Myers, 1977 dalam Hartati 2006).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Hanintyanor (2006) menunjukkan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan kebijakan pendanaan perusahaan antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh terutama variabel BD/E yaitu proporsi utang terhadap ekuitas perusahaan.

Untuk kebijakan dividen hasil penelitian Rahmawati (2006) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif level IOS dengan DPR sedangkan Dividend Yield, berhubungan negatif dengan level IOS.

Dalam penelitian Hanintyanor (2006) mengatakan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan kebijakan dividen perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Artinya

jumlah dividen yang dibayarkan kepada investor berbeda secara nyata dimana perusahaan tumbuh memberikan dividen lebih besar daripada perusahaan tidak tumbuh.

Untuk profitabilitas Myers (1977) dalam Hartati (2006) menggambarkan bahwa nilai perusahaan sebagai kombinasi *income generating asset in place* dan *growth opportunities*. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Sebagian dari profitabilitas tersebut akan ditanamkan lagi dalam bentuk investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan (AlNajjar dan Belkaoui, 1995 dalam Pagalung, 2003).

Dalam penelitian Hartati (2006) mengenai Analisis pengaruh keunggulan dan keterbatasan perusahaan terhadap IOS pada perusahaan manufaktur yg terdaftar di BEJ mengatakan bahwa adanya pengaruh antara keunggulan perusahaan yang dipresentasikan oleh profitabilitas dengan proksi rasio *return on asset* terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS) perusahaan.

Pengembangan Hipotesis

Investment Opportunity Set dan Kebijakan Pendanaan

Abdullah (2002) menyebutkan bahwa aliran kas bebas (*free cash flow*) adalah sumber dana internal perusahaan yang penggunaannya tergantung pada kebijakan manajer. Penggunaan disini adalah pembayaran dividen, pembelian kembali perusahaan, akuisisi terhadap perusahaan atau kebijakan lainnya yang secara teoritis tidak menaikkan nilai perusahaan. Aliran kas bebas (*Free cash flow*) menggambarkan tingkat fleksibilitas perusahaan atau kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value positif* dilakukan.

Dalam penelitian Hanintyanor (2006) mengatakan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan kebijakan dividen perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Artinya jumlah dividen yang dibayarkan kepada investor berbeda secara nyata dimana perusahaan tumbuh memberikan dividen lebih besar daripada perusahaan tidak tumbuh.

Investment Opportunity Set dan Profitabilitas Perusahaan

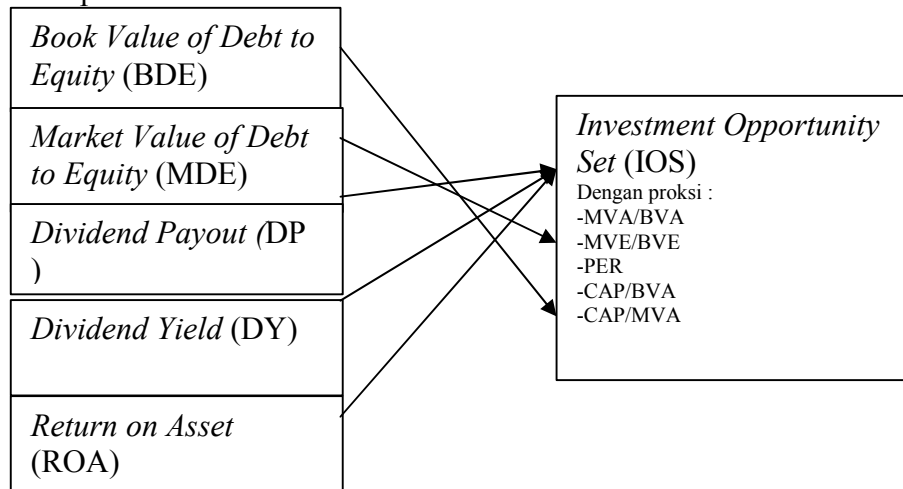
Profitabilitas mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan sebagaimana ditunjukkan dari keuntungan yang diperoleh dari penjualan dan investasi (Husnan, 1994). Profitabilitas yang diproksikan dengan *Return on assets* atau ROA. Proksi ini mengukur tingkat pengembalian investasi yang telah dilakukan oleh perusahaan dengan menggunakan seluruh dana (aktiva) yang dimilikinya. Profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan. Profitabilitas menunjukkan bahwa perusahaan memiliki atau mendapatkan laba (*profit*) yang besar akan memiliki kesempatan yang baik untuk bersaing dengan industri sejenis maupun berbeda (Pagalung, 2003). Semakin tinggi profitabilitas perusahaan menunjukkan efektifitas dan kemampuan perusahaan yang tinggi untuk menghasilkan laba di masa yang akan datang. Peningkatan profitabilitas suatu perusahaan akan mempengaruhi kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi yang menguntungkan. Investasi tersebut menunjukkan pertumbuhan perusahaan dan pertumbuhan perusahaan merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya.

Myers (1977 dalam Hartati, 2006) menggambarkan bahwa nilai perusahaan sebagai kombinasi *income generating asset in place* dan *growth opportunities*. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Sebagian dari profitabilitas tersebut akan ditanamkan lagi dalam bentuk investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan (AlNajjar dan Belkaoui, 1995 dalam Fijrianti dan Hartono, 2002).

Dalam penelitian Hartati (2006) mengenai Analisis pengaruh keunggulan dan keterbatasan perusahaan terhadap IOS pada perusahaan manufaktur yg terdaftar di BEJ mengatakan bahwa adanya pengaruh antara keunggulan perusahaan yang dipresentasikan

oleh profitabilitas dengan proksi rasio *return on asset* terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS) perusahaan.

Kerangka Konseptual



Hipotesis Penelitian

H_1 = *book value of debt to equity, market value of debt to equity, dividend payout, dividend yield dan return on asset* secara simultan berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set (IOS)*.

H_2 = *book value of debt to equity, market value of debt to equity, dividend payout, dividend yield dan return on asset* secara parsial berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set (IOS)*.

METODE PENELITIAN

Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel tidak secara acak tetapi dengan menggunakan pertimbangan dan kriteria-kriteria tertentu yang ditetapkan peneliti (Jogiyanto, 2005).

Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel adalah :

- Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007. Alasan peneliti menggunakan satu kelompok manufaktur karena sector manufaktur paling banyak digunakan di Bursa Efek Indonesia (BEI) sehingga diharapkan akan memperoleh sampel yang representatif dan perusahaan manufaktur menjadi sorotan public karena pada umumnya perusahaan manufaktur memiliki investasi yang besar sehingga investor akan merasa aman untuk menanamkan modalnya dan para kreditor juga merasa aman memberikan pinjaman (Sari, 2008 dalam Fazanah 2009).
- Perusahaan sampel memiliki umur 5 tahun atau lebih pada tahun 2002. Hal ini didasari adanya anggapan bahwa perusahaan yang berusia 5 tahun atau lebih umumnya relatif mapan secara financial (Setiarini, 2006).
- Perusahaan yang mempublikasikan Laporan Keuangan Tahunan secara konsisten dari tahun 2003 sampai dengan 2007.
- Perusahaan tidak memiliki ekuitas dan kerugian pada tahun pengamatan 2003-2007, hal ini didasari bahwa saldo ekuitas yang negatif ataupun kerugian perusahaan sebagai penyebut menjadi tidak bermakna.

Variabel dependen adalah variabel yang menjadi perhatian utama peneliti (Sekaran, 2006). Dalam hal ini adalah *Investment opportunity set*. *Investment opportunity set*

merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan pertumbuhan/*growth option* pada masa yang akan datang (Myers, 1977 dalam Fijrianti dan Hartono, 2002).

1). Rasio *Market to Book Value to Equity* (MVEBVE).

Rasio ini merupakan perbandingan nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas (Hanintyanor, 2006). Rasio ini menggambarkan permodalan suatu perusahaan. Rasio MVEBVE mencerminkan pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari return yang diharapkan dari ekuitasnya (Smith dan Watts, 1992 dalam Seril, 2006). Perusahaan yang mempunyai rasio MVEBVE yang tinggi akan memiliki pertumbuhan ekuitas yang besar.

Rasio ini dihitung dengan rumus (Fijrianti dan Hartono, 2002)

$$\text{MVEBVE} = \frac{(\text{jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}{\text{total ekuitas}}$$

2). Rasio *Market to Book Value to Asset* (MVABVA).

Rasio ini merupakan perbandingan nilai pasar aktiva terhadap nilai buku aktiva (Hanintyanor, 2006). Rasio ini menggambarkan prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya aset yang digunakan dalam menjalankan usahanya.. Bagi para investor, proksi ini menjadi bahan pertimbangan dalam penilaian kondisi perusahaan. Indikasi adanya perusahaan yang bertumbuh merupakan informasi yang dapat digunakan investor untuk memperoleh *abnormal return*. Semakin tinggi MVABVA semakin besar aset yang digunakan perusahaan dalam usahanya, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk bertumbuh, sehingga harga sahamnya akan meningkat (Setiarini, 2006).

Rasio ini dihitung dengan rumus (Fijrianti dan Hartono, 2002)

$$\text{MVABVA} = \frac{(\text{Asset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}))}{\text{total aset}}$$

3). *Price Earning Ratio* (PER) .

Rasio ini merupakan perbandingan harga saham terhadap laba bersih per lembar saham (Hanintyanor, 2006). PER menggambarkan seberapa besar *earning power* yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang stabil akan memperlihatkan stabilitas pertumbuhan *earning to share/price*, sebaliknya perusahaan yang tidak stabil akan memperlihatkan pertumbuhan *earning to share/price* yang fluktuatif.

Bila PER perusahaan naik secara konsisten (tidak fluktuatif), dapat diartikan perusahaan sedang tumbuh. Semakin besar tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan maka semakin menarik investasi pada perusahaan tersebut. Hal ini akan berdampak positif terhadap harga saham (Setiarini, 2006)

Rasio ini dihitung dengan rumus (Fijrianti dan Hartono, 2002)

$$\text{PER} = \frac{\text{harga penutupan saham}}{\text{laba per lembar saham}}$$

4). Rasio *Capital Expenditure to Book Value of Asset* (CAPBVA).

Rasio ini merupakan perbandingan tambahan modal terhadap nilai buku aktiva (Hanintyanor, 2006). Rasio ini menggambarkan besarnya aliran tambahan modal saham perusahaan. Dengan tambahan modal saham ini perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva produktifnya, sehingga berpotensi sebagai perusahaan bertumbuh. Semakin besar aliran tambahan modal saham, semakin besar kemampuan perusahaan untuk memanfaatkannya sebagai tambahan investasi, sehingga perusahaan tersebut mempunyai kesempatan untuk dapat bertumbuh (Setiarini, 2006)

Rasio ini dihitung dengan rumus (Fijrianti dan Hartono, 2002)

$$\text{CAPBVA} = \frac{(\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1})}{\text{total aset}}$$

5). Rasio *Capital Expenditure to Market Value of Asset* (CAPMVA).

Rasio ini merupakan perbandingan tambahan modal terhadap nilai pasar aktiva.

Rasio ini dihitung dengan rumus (Fijrianti dan Hartono, 2002)

$$\text{CAPMVA} = \frac{(\text{nilai buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1})}{[\text{aset-total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})]}$$

Variabel Bebas (Variabel Independen)

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi variabel terikat baik secara positif maupun negatif (Sekaran, 2006). Variabel independen dalam penelitian ini adalah kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan profitabilitas.

1). Kebijakan Pendanaan

Kebijakan pendanaan diartikan sebagai suatu keputusan manajer keuangan untuk mempertimbangkan dan menganalisa kombinasi sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna membiayai kebutuhan investasi dan kebutuhan rutin dalam kegiatan usahanya.

Variabel ini dihitung dalam dua versi yaitu rasio *Book Value of Debt to Equity* [BD/E] dan rasio *Market Value of Debt to Equity* [MD/E]. Masing-masing versi dihitung sebagai berikut :

a. *Book Value of Debt to Equity* [BD/E]

Rasio *Book Value of Debt to Equity* adalah rasio yang menggambarkan perbandingan antara total utang perusahaan terhadap total nilai buku ekuitas (Hanintyanor, 2006).

Rasio ini dihitung dengan rumus (Fijrianti dan Hartono, 2002) :

$$\text{BD/E} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total nilai buku ekuitas}}$$

a. *Market Value of Debt to Equity* [MD/E]

Rasio ini menggambarkan perbandingan antara total utang perusahaan terhadap total nilai pasar ekuitas (Hanintyanor, 2006).

Rasio ini dihitung dengan rumus (Fijrianti dan Hartono, 2002) :

$$\text{MD/E} = \frac{\text{total hutang}}{(\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$$

2). Kebijakan dividen

Kebijakan dividen adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham dan akan diinvestasikan kembali (reinvestment) atau ditahan (retained) didalam perusahaan.

Variabel ini dihitung dalam dua versi rasio yaitu *Dividend Payout* (DP) dan rasio *Dividend Yield* (DY).

a. Dividend Payout (DP)

Dividend Payout (DP) adalah perbandingan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih yang diperoleh perusahaan. Biasanya disajikan dalam bentuk prosentase. Semakin tinggi DP akan menguntungkan investor tetapi dari pihak perusahaan memperlemah internal finansial dan akan memperkecil laba ditahan. DP semakin kecil akan merugikan para pemegang saham (investor) tetapi internal financial perusahaan semakin kuat (Gitosudarmo, 1995).

DPR dapat dihitung dengan rumus (Riyanto, 1998)

$$\text{DP} = \frac{\text{dividen per lembar saham}}{[\text{laba bersih per lembar saham (EPS)}]}$$

b. Dividend Yield (DY)

Dividend Yield adalah rasio perbandingan antara dividen per lembar saham terhadap harga penutupan saham (Hanintyanor, 2006).

Dividend Yield dapat dihitung dengan rumus (Hanintyanor, 2006)

$$\text{DY} = \frac{\text{dividen per lembar saham}}{\text{harga penutupan saham per lembar}}$$

3). Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.

Variabel ini dihitung dengan menggunakan *Return on Asset*.

a. *Return on Asset*

ROA merupakan rasio antara laba setelah pajak (EAT) terhadap total asset. Return On Asset menggambarkan sejauh mana kemampuan asset-aset yang dimiliki perusahaan dapat menghasilkan laba. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan bahwa perusahaan semakin efektif dalam memanfaatkan aktiva untuk menghasilkan laba bersih. Dengan demikian semakin tinggi ROA, kinerja perusahaan semakin efektif.

Rasio ROA diperoleh dengan membagikan laba setelah bunga dan pajak dengan jumlah asset perusahaan (Pagalung, 2003).

$$ROA = \frac{\text{laba setelah pajak}}{\text{total aktiva}}$$

Teknik Analisis

Pengujian penelitian ini dilakukan dengan menggunakan dua bagian analisis, yaitu analisis faktor dan regresi logistik.

1. Analisis Faktor

Analisis faktor digunakan untuk membentuk proksi gabungan dari kelima proksi tunggal set kesempatan investasi yang telah disebutkan diatas. Proksi gabungan set kesempatan investasi tersebut akan diregres dengan variabel independen.

Semua nilai IOS kemudian dianalisis dengan menggunakan common factor analysis (dalam SPSS.10). Jumlah faktor yang didapat digunakan sesuai dengan jumlah variabel IOS, tetapi jumlah faktor yang dapat digunakan lebih lanjut adalah faktor yang mempunyai nilai eigenvalues sama atau lebih dari satu atau jumlah suatu nilai eigenvalues sama atau melampaui nilai total communalities seluruh variabel yang digunakan. Faktor yang mempunyai nilai eigenvalues sama atau melebihi dianggap telah mewakili nilai-nilai keseluruhan variabel.

Untuk variabel dependen digunakan variabel *dummy* yaitu data kategorial mengenai perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah diberi skor "0". Sedangkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi diberi skor "1".

2. Regresi Logistik

a. Melakukan Uji Kelayakan Model Regresi

Uji kelayakan model regresi logistik dilakukan terlebih dahulu sebelum melakukan regresi logistik (*regression logistic*). Dengan menggunakan alat analisis regresi logistik (*regression logistic*). Analisis ini didasarkan pada Hosmer and Lemeshow Test yang diukur dengan nilai Chi-Square (Ghozali, 2002). Jika nilai Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test Statistic sama dengan atau kurang dari 0,05 maka model regresi tidak layak digunakan. Jika nilai Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit Test Statistic lebih dari 0,05 maka model regresi layak digunakan.

b. Melaksanakan Pengujian dengan Menggunakan Model Regresi Logistik (*Regression Logistic*)

Regresi logistik adalah analisis regresi yang mempunyai tujuan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel terikat dapat diprediksi dengan variabel bebasnya (Ghozali, 2002). Regresi logistik dipilih karena variabel independen dalam penelitian ini diukur dengan skala rasio.

Model *logistic regression* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\text{Status} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5$$

Keterangan :

Status = perusahaan sampel (0 untuk perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan rendah dan 1 untuk perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi).

X_1 = book debt to equity

X_2 = market debt to equity

X_3 = dividend pay out

X_4 = dividen yield

X_5 = ROA

3.5 Pengujian Hipotesis

Langkah-langkah dalam pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

1) Pengujian Hipotesis 1 (secara simultan)

a) Perumusan hipotesis

H_1 = *book value of debt to equity, market value of debt to equity, dividend payout, dividend yield dan return on asset* secara simultan berpengaruh terhadap Investment Opportunity Set (IOS).

b) Tingkat signifikansi (α) yaitu sebesar 5%.

c) Menentukan kriteria penerimaan/penolakan Hipotesis, yakni dengan melihat probabilitas signifikansi: Jika signifikansi $< 0,05$ maka H_1 terdukung, sebaliknya jika signifikansi $> 0,05$ maka H_1 tidak terdukung.

2) Pengujian Hipotesis 2 (secara Parsial)

a) Perumusan Hipotesis

H_2 = *book value of debt to equity, market value of debt to equity, dividend payout, dividend yield dan return on asset* secara parsial berpengaruh terhadap Investment Opportunity Set (IOS).

b) menentukan tingkat signifikansi (α) yaitu sebesar 5%.

c) Menentukan kriteria penerimaan/penolakan Hipotesis, yakni dengan melihat probabilitas signifikansi:

Jika signifikansi $< 0,05$ maka H_2 terdukung, sebaliknya jika signifikansi $> 0,05$ maka H_2 tidak terdukung.

ANALISIS HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil seleksi sampel dalam penelitian ini ditunjukkan dalam tabel sebagai berikut :

Tabel 1
Prosedur Penarikan Sampel

Uraian	Jumlah
Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2003-2007	169
Perusahaan yang tidak secara konsisten menerbitkan laporan keuangan tahun 2003-2007	(38)
Memiliki laba dan ekuitas negatif pada tahun 2003-2007	(76)
Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	55
Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan sedang	(11)
Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi dan rendah	44
Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi	22
Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah	22
Jumlah Observasi (sampel) $44 \times 5 =$	220

Hasil uji statistik deskriptif dalam penelitian ini adalah sebagai:

Berdasarkan hasil analisis deskriptif pada Tabel 2 dapat disimpulkan sebagai berikut :

- 1). *Book Value of Debt to Equity* (BD/E) untuk perusahaan dengan IOS rendah memiliki batas minimum sebesar 0,10 yang terjadi pada PT Mustika Ratu dan batas maksimum sebesar 8,23 pada PT Gajah Tunggal dengan nilai rata-rata sebesar 0,9923 dengan standar deviasi sebesar 1,9660. Sedangkan *Book Value of Debt to Equity* (BD/E) untuk perusahaan dengan IOS tinggi memiliki batas minimum sebesar 0,19 yang terjadi pada PT Roda Vivatex dan batas maksimum sebesar 18,80 pada PT Ricky Putra dengan nilai rata-rata sebesar 1,7818 dengan standar deviasi sebesar 1,9946.
- 2). *Market Value of Debt to Equity* (MD/E) untuk perusahaan dengan IOS rendah memiliki batas minimum sebesar 0,04 yang terjadi pada PT Darya Varia dan batas maksimum sebesar 10,37 pada PT Indorama dengan nilai rata-rata sebesar 1,3818 dengan standar deviasi sebesar 1,9660. Sedangkan *Market Value of Debt to Equity* (MD/E) untuk perusahaan dengan IOS tinggi memiliki batas minimum sebesar 0,04 yang terjadi pada PT Unilever dan batas maksimum sebesar 18,80 pada PT Multipolar dengan nilai rata-rata sebesar 1,5910 dengan standar deviasi sebesar 2,3892.
- 3). *Dividend Payout* (DP) untuk perusahaan dengan IOS rendah memiliki batas minimum sebesar 0,00 yang terjadi pada PT Kimia Farma dan batas maksimum sebesar 2,39 pada PT Sepatu Bata dengan nilai rata-rata sebesar 0,1089 dengan standar deviasi sebesar 0,2656. Sedangkan *Dividend Payout* (DP) untuk perusahaan dengan IOS tinggi memiliki batas minimum sebesar 0,00 yang terjadi pada PT Multipolar dan batas maksimum sebesar 9,00 pada PT Multi Bintang dengan nilai rata-rata sebesar 0,2661 dengan standar deviasi sebesar 0,9155.
- 4). *Dividend Yield* (DY) untuk perusahaan dengan IOS rendah memiliki batas minimum sebesar 0,00 yang terjadi pada PT Kimia farma dan batas maksimum sebesar 0,28 pada PT Lion Metal dengan nilai rata-rata sebesar 0,01518 dengan standar deviasi sebesar 0,03383. Sedangkan *Dividend Yield* (DY) untuk perusahaan dengan IOS tinggi memiliki batas minimum sebesar 0,00 yang terjadi pada PT Multipolar dan batas maksimum sebesar 0,10 pada PT Multi Bintang dengan nilai rata-rata sebesar 0,01402 dengan standar deviasi sebesar 0,02161.
- 5). *Return On Asset* (ROA) untuk perusahaan dengan IOS rendah memiliki batas minimum sebesar 0,00 yang terjadi pada PT Tirta Mahakam dan batas maksimum sebesar 0,81 pada PT Pan Brother dengan nilai rata-rata sebesar 0,07841 dengan standar deviasi sebesar 0,08617. Sedangkan *Return On Asset* (ROA) untuk perusahaan dengan IOS tinggi memiliki batas minimum sebesar 0,00 yang terjadi pada PT Delta Dunia dan batas maksimum sebesar 0,40 pada PT Unilever dengan nilai rata-rata sebesar 0,08284 dengan standar deviasi sebesar 0,08646.

Pengujian penelitian ini dilakukan dengan dua bagian analisis yaitu :

Analisis Faktor

Tujuan utama analisis faktor dalam penelitian ini adalah untuk menyederhanakan suatu variabel dengan cara mengurangi jumlah indikatornya tanpa harus mengurangi kemampuan pengukurannya. Pengurangan jumlah indikator tersebut dilakukan dengan cara menggabungkan dengan indikator lain untuk selanjutnya membentuk suatu faktor.

a. Ekstraksi Faktor

Penentuan jumlah faktor dilakukan dengan metode *principal component* dan kriteria yang digunakan adalah kriteria eigenvalues, dimana jika suatu faktor mempunyai eigenvalues lebih dari 1 maka faktor tersebut signifikan. Berdasarkan hasil analisis faktor yang dilakukan ternyata diperoleh dua faktor untuk variabel IOS.

Berdasarkan hasil eigenvalues pada Tabel Lampiran 1 menunjukkan bahwa dari kelima faktor IOS hanya terbentuk 2 faktor dengan prosentase variance 78,302%. Hal ini menunjukkan bahwa penelitian ini mampu menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi

pemilihan perusahaan dalam kategori tumbuh dan tidak tumbuh, sedangkan 21,698% dijelaskan oleh faktor-faktor yang lain dan tidak termasuk ke dalam model.

Tabel 2

Hasil Analisis Deskriptif

Untuk kelompok perusahaan dengan IOS rendah

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
BDE	110	.10	8.23	.9923	1.0911
MDE	110	.04	10.37	1.3818	1.9660
DP	110	.00	2.39	.1089	.2656
DY	110	.00	.28	1.518E-02	3.383E-02
ROA	110	.00	.81	7.841E-02	8.617E-02
Valid N (listwise)	110				

Untuk kelompok perusahaan dengan IOS tinggi

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
BDE	110	.19	18.80	1.7818	1.9946
MDE	110	.04	12.72	1.5910	2.3892
DP	110	.00	9.00	.2661	.9155
DY	110	.00	.10	1.402E-02	2.161E-02
ROA	110	.00	.40	8.284E-02	8.646E-02
Valid N (listwise)	110				

Sumber : data sekunder yang diolah (2009)

b. Rotasi Faktor

Penggumpalan variabel pada faktor yang terjadi dalam matrik faktor belum dapat diinterpretasikan secara langsung karena dimungkinkan adanya variabel yang mempunyai faktor loading yang hampir sama dari kedua faktor. Maka untuk menginterpretasikan faktor secara lebih baik dilakukan rotasi faktor. Metode rotasi faktor yang digunakan adalah varimax karena metode tersebut dapat memaksimalkan variansi. Dari hasil rotasi faktor dapat diketahui komposisi variabel-variabel yang menyusun suatu faktor dari besarnya loading faktor. Berdasarkan kriteria praktis jika suatu variabel mempunyai nilai mutlak loading faktor lebih besar dari 0,4 dikatakan signifikan secara praktis. Berdasarkan hasil rotasi faktor varimax maka diperoleh faktor-faktor loading seperti dalam Tabel Lampiran 2 :

Dari Tabel lampiran 2 diketahui bahwa kelima proksi IOS memiliki loading faktor lebih besar dari 0,4 sehingga kelima proksi IOS ini dikatakan signifikan secara praktis. Proksi MVEBVE loading factor sebesar 0,973; MVABVA sebesar 0,973; PER sebesar 0,461; CAPVA sebesar 0,948; dan CAPMVA sebesar 0.939.

Setelah diketahui pembagian faktor terbentuk dalam 2 faktor, maka langkah selanjutnya melakukan skor faktor, yaitu dengan menambahkan skor faktor 1 dengan skor faktor 2. Setelah hasil skor faktor diperoleh, selanjutnya diurutkan mulai dari yang terendah sampai pada yang tertinggi. 40% skor faktor terendah merupakan klasifikasi perusahaan tidak tumbuh, yaitu sebanyak 22 perusahaan, sebaliknya 40% skor faktor tertinggi merupakan klasifikasi perusahaan tumbuh, yaitu sebanyak 22 perusahaan. Sampel yang skor faktornya terletak di tengah sebanyak 20% (sebanyak 11 perusahaan) akan dikeluarkan dari sampel karena dianggap kurang ekstrem untuk membedakan klasifikasi perusahaan (Subekti dan Wijaya, 2001). Hasil pembagian kelompok berdasarkan ranking skor faktor tersebut dapat dilihat pada Tabel Lampiran 3 :

Analisis Regresi Logistik

Dalam penelitian ini, pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi logistik (*logistic regression*). Regresi logistik adalah analisis regresi yang mempunyai tujuan untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel terikat dapat diprediksi dengan variabel

bebasnya (Ghozali, 2002). Regresi logistik dipilih karena variabel independen dalam penelitian ini diukur dengan skala rasio.

Uji Kelayakan Model Regresi

Sebelum melakukan pengujian hipotesis terlebih dahulu diuji kelayakan dari model regresi logistik yang digunakan. Analisis ini didasarkan pada Hosmer and Lemeshow test diukur dengan nilai *Chi Square* (Ghozali, 2002). Jika nilai *Hosmer and Lemeshow Goodness-of-fit test statistic* sama dengan atau kurang dari 0.05 maka model regresi tidak layak digunakan. Namun jika nilai *Hosmer and Lemeshow Goodness-of-fit test statistic* lebih besar dari 0,05 maka model regresi layak digunakan. Hasil pengujian kelayakan model regresi dapat dilihat pada Tabel Lampiran 4:

Pada Tabel lampiran 4 menunjukkan bahwa besarnya nilai *Hosmer and Lemeshow Goodness-of-fit test statistic* sebesar 14,847 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,062 lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi logistik layak digunakan.

Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis 1 (Secara Simultan)

Regresi logistik digunakan untuk menganalisis besarnya pengaruh *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* secara simultan terhadap Investment Opportunity Set (IOS) dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Jika signifikansi < 0,05 maka hipotesis 1 yang menyatakan *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* secara simultan berpengaruh terhadap Investment Opportunity Set (IOS) terdukung. Hasil pengujian secara simultan dapat dilihat pada Tabel Lampiran 5 :

Hasil pengujian terhadap Hipotesis 1 menyatakan terdapat pengaruh simultan antara *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* terhadap Investment Opportunity Set (IOS) (Tabel 4.7). Pada Tabel lampiran 5 menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 sehingga hipotesis pertama yang menyatakan terdapat pengaruh simultan antara *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* terhadap Investment Opportunity Set terdukung. Hal ini berarti bahwa perusahaan mempunyai kecukupan dana dan kemampuan untuk meningkatkan nilai perusahaannya.

Sedangkan untuk melihat koefisiennya, nilai Nagelkerke R-Square dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada *Multiple Regression*. Pada Tabel 4.7 nilai Nagelkerke R-Square adalah 0,234 yang artinya pengaruh *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* terhadap Investment Opportunity Set (IOS) yang dapat dijelaskan adalah sebesar 23,4%. Sedangkan pengaruh lain sebesar 76,6% terdapat pada variabel yang lain yang tidak diamati. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Seril (2006) mengenai pengaruh *price earning ratio*, *size*, dan *book value* terhadap *investment opportunity set* pada perusahaan manufaktur. Dari 87 objek penelitian yang diteliti, maka dapat disimpulkan bahwa secara keseluruhan terdapat pengaruh antara *price earning ratio*, *size*, dan *book value* terhadap *Investment Opportunity Set* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ.

Pengujian Hipotesis 2 (secara Parsial)

Berdasarkan pengujian regresi logistik maka dapat ditentukan besarnya pengaruh variabel independen kebijakan pendanaan yang diproksi dengan BD/E dan MD/E, kebijakan dividen yang diproksi dengan DP dan DY serta profitabilitas yang diproksi dengan ROA secara parsial terhadap variabel dependen yaitu IOS dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hasil pengujian terhadap H_2 , H_3 , H_4 , H_5 , dan H_6 dapat dilihat pada Tabel Lampiran 6 :

Dari Tabel lampiran 6, Wald Test merupakan pengujian signifikansi koefisien secara individu atau parsial. Dari wald test maka persamaan dapat dinyatakan sebagai berikut :

$$Status = -0.934 + 1,007 X_1 - 0,306 X_2 + 3,585 X_3 - 28,296 X_4 + 0,238 X_5$$

Berdasarkan Tabel 4.8 diatas maka pengujian hipotesis secara parsial mengenai pengaruh kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, dan profitabilitas dapat diinterpretasikan sebagai berikut :

1). *Book Value of Debt to Equity* (BD/E)

Besarnya tingkat signifikansi untuk BD/E adalah 0,000 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian H_2 terdukung. Secara statistik *Book Value of Debt to Equity* (BD/E) berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). Hubungan negatif antara *Book Value of Debt to Equity* (BD/E) dengan *Investment Opportunity Set* (IOS) dapat diartikan jika *Book Value of Debt to Equity* (BD/E) meningkat maka *Investment Opportunity Set* (IOS) akan menurun. Sebaliknya jika *Book Value of Debt to Equity* (BD/E) menurun maka *Investment Opportunity Set* (IOS) akan meningkat. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Smith dan Watts (1992) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *equity/value* dengan asset perusahaan. Begitu pula dengan hasil penelitian Gaver dan Gaver (1995). Penelitian Gaver dan Gaver (1995) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara kebijakan pendanaan utang dengan kesempatan pertumbuhan, baik nilai pasar maupun nilai buku.

2). *Market Value of Debt to Equity* (MD/E)

Besarnya tingkat signifikansi untuk MD/E adalah 0,006 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian H_3 terdukung. Secara statistik *Market Value of Debt to Equity* (MD/E) berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). Hubungan negatif antara *Market Value of Debt to Equity* (MD/E) dengan *Investment Opportunity Set* (IOS) dapat diartikan jika *Market Value of Debt to Equity* (MD/E) meningkat maka *Investment Opportunity Set* (IOS) akan menurun. Sebaliknya jika *Market Value of Debt to Equity* (BD/E) menurun maka *Investment Opportunity Set* (IOS) akan meningkat. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Smith dan Watts (1992) dalam Pagalung (2003) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *equity/value* dengan asset perusahaan.

3). *Dividend Payout* (DP)

Besarnya tingkat signifikansi untuk *Dividend Payout* (DP) adalah 0,010 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian H_4 terdukung. Secara statistik *Dividend Payout* (DP) berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). Hubungan negatif antara *Dividend Payout* (DP) dengan *Investment Opportunity Set* (IOS) dapat diartikan jika *Dividend Payout* (DP) meningkat maka *Investment Opportunity Set* (IOS) akan menurun. Sebaliknya jika *Dividend Payout* (DP) menurun maka *Investment Opportunity Set* (IOS) akan meningkat. Hasil penelitian konsisten dengan penelitian Hanintyanor (2006). Dalam penelitian Hanintyanor (2006) mengatakan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan antara kebijakan dividen perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Artinya jumlah dividen yang dibayarkan kepada investor berbeda secara nyata dimana perusahaan tumbuh memberikan dividen lebih besar daripada perusahaan tidak tumbuh.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahmawati (2006) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif level IOS dengan *dividend payout*. Hal ini berarti besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan cenderung tidak mengacu pada besarnya harga saham di bursa.

Hasil penelitian ini juga tidak sesuai dengan penelitian Gaver dan Gaver (1993) dalam Fijrianti dan Hartono (2002). Dalam penelitian tersebut mengatakan bahwa koefisien IOS dalam model *Dividend Payout Ratio* tidak signifikan.

4). *Dividend Yield* (DY)

Besarnya tingkat signifikansi untuk *Dividend Yield* (DY) adalah 0,013 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian H_5 terdukung. Secara statistik *Dividend Yield* (DY) berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). Hubungan negatif antara *Dividend Yield* (DY)

dengan *Investment Opportunity Set* (IOS) dapat diartikan jika *Dividend Yield* (DY) meningkat maka *Investment Opportunity Set* (IOS) akan menurun. Sebaliknya jika *Dividend Yield* (DY) menurun maka *Investment Opportunity Set* (IOS) akan meningkat. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahmawati (2006) yang mengatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara *dividend yield* dengan level IOS.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) serta Jones dan Sharma (2001) dalam Rahmawati (2006) yang menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara level IOS dengan *Dividend Yield*, atau secara umum mereka menyatakan bahwa perusahaan bertumbuh membayarkan deviden lebih rendah dibandingkan perusahaan tidak bertumbuh.

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Hanintyanor (2006). Dalam penelitian Hanintyanor (2006) mengatakan bahwa terjadi perbedaan yang signifikan antara kebijakan dividen perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Artinya jumlah dividen yang dibayarkan kepada investor berbeda secara nyata dimana perusahaan tumbuh memberikan dividen lebih besar daripada perusahaan tidak tumbuh.

5). *Return on Asset* (ROA)

Besarnya tingkat signifikansi untuk *Return on Asset* (ROA) adalah 0,901 lebih besar dari 0,05. Dengan demikian H_0 tidak terdukung. Secara statistik *Return on Asset* tidak berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Pagalung (2003) yang menyatakan bahwa variabel-variabel keunggulan perusahaan yang diwakili variabel reputasi, multinasional, ROA, dan size menunjukkan hanya satu variabel yang signifikan dengan set kesempatan investasi yaitu variabel reputasi perusahaan, sedangkan variabel lainnya tidak signifikan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hartati (2006) yang mengatakan bahwa variabel-variabel keunggulan perusahaan profitabilitas, PER, dan *book value* berpengaruh signifikan terhadap *growth opportunities*, dan variabel keterbatasan perusahaan *leverage* secara signifikan berpengaruh terhadap *growth opportunities* tetapi hubungannya searah atau positif.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian AlNajjar & Belkaoui (2001) dalam Hartati (2006) bahwa *Investment Opportunity Set* berhubungan positif dengan reputasi perusahaan, jenis perusahaan multinasional, size, dan profitabilitas perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Dari hasil analisis data dan pembahasan maka dapat disimpulkan bahwa :

- 1). *Book Value of Debt to Equity*, *Market Value of Debt to Equity*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield* dan *Return on Asset* secara simultan berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS).
- 2). Secara parsial, *Book Debt to Equity* (BD/E) berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). *Market Debt to Equity* (MD/E) berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). *Dividend Payout* berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). *Dividend Yield* berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). *Return on Asset* (ROA) tidak berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS).

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu :

- 1). Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan manufaktur dengan pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, sehingga hasil penelitian tidak dapat digeneralisasikan.
- 2). Proksi IOS yang digunakan hanya 5 dan banyak digunakan oleh penelitian sebelumnya. Penelitian ini tidak menggunakan proksi secara keseluruhan dan hanya menggunakan proksi IOS berbasis harga dan berbasis investasi. Dengan sedikitnya proksi yang

digunakan, memungkinkan terjadinya kelemahan dalam menilai suatu perusahaan tergolong perusahaan bertumbuh atau perusahaan tidak bertumbuh.

Saran yang dapat disampaikan untuk penelitian berikutnya adalah :

- 1). Untuk penelitian berikutnya dapat menambahkan proksi-proksi IOS yang lainnya, seperti proksi berbasis varian. Diharapkan dengan menggunakan gabungan dari ketiga proksi IOS (*composite measurement*), dapat mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi dengan rasio individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang baik untuk IOS (Gaver & Gaver, 1993).
- 2). Untuk penelitian selanjutnya dapat memperluas objek penelitian, tidak hanya perusahaan manufaktur tetapi juga pada perusahaan non-manufaktur sehingga hasil penelitian bisa digeneralisasikan.

DAFTAR PUSTAKA

Fazanah, (2009), *Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Tingkat Risiko Perusahaan*, Penelitian Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta.

Fijrianti, Tettet dan Hartono M, Jogyianto, (2002), *Set Kesempatan Investasi : Konstruksi Proksi dan Analisis Korelasi Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, 35-63.

Ghozali, Imam, (2003), *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi Kedua. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.

Hartati, Sri, (2006), *Analisis Pengaruh Keterbatasan dan Keunggulan Perusahaan terhadap Invesment Opportunity Set (IOS) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ*, Penelitian Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta.

Hanintyanor, Eko, (2006), *Asosiasi Invesment Opportunity Set (IOS) terhadap Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen*, Penelitian Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta.

Hartono, Jogyianto, (2000), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE UGM, Edisi Kedua, Yogyakarta.

Indonesian Capital Market Directory, (2005)

Indonesian Capital Market Directory, (2008)

Jati, I Ketut, (2005), *Relevansi Nilai Dividend Yield dan Price Earnings Ratio dengan Moderasi Investment Opportunity Set (IOS) dalam Penilaian Harga Saham*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, 191-209.

Karsana, Y.Widya dan Supriyadi, (2005), *Analisis Moderasi Set Kesempatan Investasi terhadap Hubungan antara Kebijakan Dividen dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis. 234-250.

Nurlaila, Attariqa, (2006), *Analisis Pengaruh IOS terhadap Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen*, Penelitian Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta.

- Pagalung, Gagaring, (2003), *Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS)*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, 249-263.
- Rahmawati, Nina, (2006), *Analisis Hubungan Set Kesempatan Investasi dengan Pendanaan Perusahaan dan kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ*, Penelitian Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta.
- Ratnawati, Tri, (2007), *Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung Faktor Ekstern, Kesempatan Investasi dan Pertumbuhan Asset terhadap Keputusan Pendanaan Perusahaan yang Terdaftar pada Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, 65-75.
- Riyanto, Bambang, (1998), *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. BPFE.Yogyakarta.
- Sari, K, Sekar, (2009), *Pengaruh rasio Likuiditas, Profitabilitas, Aktivitas dan Solvabilitas terhadap Investment Opportunity Set pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI*, Penelitian Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta.
- Saputro, Julianto, (2003), *Analisis Hubungan antara Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Real Growth dengan Menggunakan Pendekatan Confirmatory Factor Analysis*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, 69-92.
- Sekaran, Uma, (2006), *Metodologi Penelitian untuk Bisnis*. Salemba Empat. Jakarta.
- Setiari, Aprilia, (2006), *Korelasi Invesment Opportunity Set (IOS) Perusahaan Tumbuh dan Tidak Bertumbuh terhadap Abnormal Return Perusahaan*, Penelitian Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta.
- Subekti, Imam dan Wijaya K, Indra, (2001), *Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, 44-63.
- Suharli, Michell, (2007), *Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, 9-17.
- Tresnani, Rahmانيar, (2009), *Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Leverage, Investment Opportunity Set, Cash Position, dan Growth Potential terhadap Tingkat Pengembalian Investasi*, Penelitian Fakultas Ekonomi UPN “Veteran” Yogyakarta.

www.google.co.id

www.idx.c

Lampiran

Tabel Lampiran 1
Eigenvalues Faktor Terpilh dari Variabel IOS

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2.064	41.288	41.288	2.064	41.288	41.288	1.993	39.861	39.861
2	1.851	37.015	78.302	1.851	37.015	78.302	1.922	38.441	78.302
3	.871	17.424	95.726						
4	.122	2.435	98.161						
5	.092	1.839	100.000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Sumber : data sekunder yang diolah (2009)

Tabel Lampiran 2
Pembagian Faktor dengan Metode Varimax
Rotated Component Matrik

Rotated Component Matrix ^a

	Component	
	1	2
mvebve	.045	.973
mvabva	.058	.973
per	.461	.120
capbva	.948	.052
capmva	.936	-.111

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 3 iterations.

Sumber : Data sekunder Diolah (2009)

Tabel Lampiran 3
Pembagian Kelompok Pertumbuhan Perusahaan Berdasarkan Ranking Skor Faktor

No.	NAMA PERUSAHAAN	fact_1	fact_2	Skor faktor	Kelompok
1	PT.Aqua Golden Missisipi	-0.63836	0.18666	-0.4517	tidak bertumbuh
2	PT.Gajah Tunggal	-3.12528	0.27804	-2.84724	tidak bertumbuh
3	PT.Pan Brother	-2.78422	0.37055	-2.41367	tidak bertumbuh
4	PT.Delta Djakarta	-0.69146	-0.68464	-1.3761	tidak bertumbuh
5	PT.Lion Mesh	-0.84417	-0.50169	-1.34586	tidak bertumbuh
6	PT.Mustika Ratu	-0.47533	-0.81583	-1.29116	tidak bertumbuh
7	PT.Lion Metal	-0.463	-0.78031	-1.24331	tidak bertumbuh
8	PT.Kageo Igar Jaya	-0.60195	-0.63869	-1.24064	tidak bertumbuh
9	PT.Jaya Pari	-0.62559	-0.53985	-1.16544	tidak bertumbuh
No.	NAMA PERUSAHAAN	fact_1	fact_2	Skor faktor	Kelompok
10	PT.Argha Karya	-0.59443	-0.50073	-1.09516	tidak bertumbuh
11	PT.Sorini	-0.62695	-0.45827	-1.08522	tidak bertumbuh

12	PT.Ekadharma	-0.44692	-0.53063	-0.97755	tidak bertumbuh
13	PT.Indorama	-0.11229	-0.76715	-0.87944	tidak bertumbuh
14	PT.Sepatu Bata	-0.34486	-0.51936	-0.86422	tidak bertumbuh
15	PT.Selamat Sempurna	-0.30352	-0.50692	-0.81044	tidak bertumbuh
16	PT.Siantar Top	-0.15544	-0.65367	-0.80911	tidak bertumbuh
17	PT.Tirta Mahakam	-0.61323	-0.15287	-0.7661	tidak bertumbuh
18	PT.Mayora	-0.17889	-0.56591	-0.7448	tidak bertumbuh
19	PT.Kimia Farma	-0.30749	-0.40237	-0.70986	tidak bertumbuh
20	PT.Darya Varia	-0.3051	-0.36475	-0.66985	tidak bertumbuh
21	PT.Astra Graphia	-0.38932	-0.22446	-0.61378	tidak bertumbuh
22	PT.Astra Otopart	0.00724	-0.52418	-0.51694	tidak bertumbuh
23	PT.Fast Food	-0.07959	0.13194	0.05235	bertumbuh
24	PT.Ultra Jaya	0.27959	-0.12805	0.15154	bertumbuh
25	PT.Astra Internasional	0.0049	0.31954	0.32444	bertumbuh
26	PT.Surya Toto	0.20462	0.12105	0.32567	bertumbuh
27	PT.Tunas Baru Lampung	0.67588	-0.3492	0.32668	bertumbuh
28	PT.Tunas Ridean	0.25319	0.10316	0.35635	bertumbuh
29	PT.Intraco	0.74172	-0.38406	0.35766	bertumbuh
30	PT.Colorpak	-0.2738	0.73039	0.45659	bertumbuh
31	PT.Budi Acid	0.49122	0.01903	0.51025	bertumbuh
32	PT.Indofood	0.08755	0.45068	0.53823	bertumbuh
33	PT.Ricki Putra	0.45811	0.20357	0.66168	bertumbuh
34	PT.AKR Corporindo	1.12637	-0.33151	0.79486	bertumbuh
35	PT.Roda Vivatex	1.89484	-0.93612	0.95872	bertumbuh
36	PT.Multi Bintang	0.10098	1.11451	1.21549	bertumbuh
37	PT.United Tractor	0.69641	0.52661	1.22302	bertumbuh
38	PT.Kalbe Farma	-0.11316	1.339	1.22584	bertumbuh
39	PT.Multipolar	1.70819	-0.29923	1.40896	bertumbuh
40	PT.Arwana Citramulia	1.97668	-0.4397	1.53698	bertumbuh
41	PT.Davomas	1.8912	-0.16142	1.72978	bertumbuh
42	PT.HM Sampoerna	-0.15943	2.02461	1.86518	bertumbuh
43	PT.Delta Dunia	3.52037	0.73924	4.25961	bertumbuh
44	PT.Unilever	0.15054	5.97586	6.1264	bertumbuh

Sumber : data sekunder yang diolah (2009)

Tabel Lampiran 4
Hasil Uji Kelayakan Model Regresi

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	14.847	8	.062

Sumber : data sekunder yang diolah (2008)

Tabel Lampiran 5
Hasil Pengujian Hipotesis 1 Secara Simultan

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	42.402	5	.000
	Block	42.402	5	.000
	Model	42.402	5	.000

Nagelkerke R-Square : 0,234

Sumber : Data Sekunder diolah (2009)

Tabel Lampiran 6
Hasil Pengujian Hipotesis 2 secara Parsial

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	bde	1.007	.227	19.722	1	.000	2.738
	mde	-.306	.110	7.685	1	.006	.736
	dp	3.585	1.382	6.725	1	.010	36.049
	dy	-28.296	11.444	6.114	1	.013	.000
	roa	.238	1.923	.015	1	.901	1.269
	Constant	-.934	.310	9.062	1	.003	.393

a. Variable(s) entered on step 1: bde, mde, dp, dy, roa.

Sumber : Data Sekunder diolah (2009)